

# 大証金融商品取引法研究会

## 証券詐欺の民事責任——日米を比較して

平成24年6月22日（金）15:00～16:54 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

### 出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
川口 恭弘 同志社大学法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○岸田 時間が参りましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。

きょうは、同志社大学の森田先生から「証券詐欺の民事責任——日米を比較して」についてご報告いただきます。よろしくお願いたします。

~~~~~

【報 告】

## 証券詐欺の民事責任——日米を比較して

同志社大学大学院司法研究科

教授 森 田 章

今度のクールでは、民事責任につきまして、北村先生を初め皆さんにご報告いただきました。それで、日米を比較して立法論的なことを言いたくて、内容的には若干重複することもございますが、全体的なスタンスとしての証券詐欺の民事責任というものが必要ではないかということ述べさせていただきたいと思います。

### 1. 問題の所在

#### (1) 金融商品取引法 21条の2 制定の沿革

何と云っても、きっかけは、21条の2が制定されたことから始まります。金融審議会金融分科会第一部報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）は、市場監視機能・体制の強化の中で、民事責任規定の見直しを提言しました。つまり、「例えば、重要な不実開示がある場合について、不実開示を行った者と投資家との間で実質的な立証のバランスを図るため、損害額を推定する規定を設けるなど一定の立法上の措置を設けることが望ましい」と提言したわけです。

これを受けて、「証券取引法の民事責任規定が利用されていない状況、あるいは一般不法行為を理由とする訴訟においても証券被害者による立証が困難であるという現状にかんがみると、原被告間の公平を図りつつも、原告の立証の困難性を立法で一定程度緩和する措置をとることが、ひいてはわが国の証券市場の公正性・透明性の確保に資するものといえる」として、虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任規定を新設しました

(岡田ほか商事法務1705号50頁)。このようにして、平成16年改正によって、虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任規定(21条の2第1項)が新設されました。

流通市場においては、会社と投資者の間では何らの取引も行われていないというのが原則だと思いますが、開示内容の正確性を担保するために民事責任を課すことに踏み切ったことが特徴だと言われています。ただし、最近になって、有価証券報告書等の虚偽記載について発行会社の民法上の不法行為責任を追及する訴訟が増加しており、西武鉄道事件などたくさんの判例があったということで、本研究会でもご報告いただいたところです。

## (2) 発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載等の金融商品取引法上の民事責任

そもそも我が国の金融商品取引法は、従前から有価証券届出書についての虚偽記載等については、発行会社の投資者に対する民事責任を法定していました(18条)。他方、有価証券報告書等の虚偽記載等について責めに任ずべき者は、会社の役員及び財務諸表に監査証明をした公認会計士・監査法人に限定して(24条の4)、発行会社を責任主体に掲げていませんでした。このことは、母法であるアメリカの1934年証券取引所法が発行会社を責任主体とする民事責任規定(18条)を法定しているのと比較すると、立法政策に大きな違いが生じていました。

有価証券報告書等の虚偽記載等の法定の民事責任の主体として発行会社を掲げるべきかどうかについて、学界においても、1971年の証券取引法改正を前にして激しく議論されました。有力な証券取引法学者は、会社を責任主体とすべきだと主張しましたし、少数説は、①出資の払い戻しにならないか、②訴訟における立証責任を緩和すると株主だけが一般債権者よりも有利な救済を受けるのではないか、③自己株式の取得にならないか等を主張しました。①は、③に共通しますが、発行者に対する責任追及の救済方法が損害賠償の方法であればよいといったことが竹内教授から示唆されていました(矢沢惇ほか「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」(昭和45年10月8日)商事法務542号33頁以下)。

そのような激しい議論が結構されたと思いますが、1971年改正法は、会社を法定の民事責任を負うべき主体に入れませんでした。それゆえ、金融商品取引法21条の2は、これまでの政策を大きく転換させたということになります。

## (3) 発行者の責任の性質

アメリカにおいては、有価証券報告書等の虚偽記載等について、発行者は1934年証

券取引所法 18 条の法定民事責任を負わされます。しかし、有価証券報告書等の虚偽記載等は、同時に証券詐欺禁止規定である規則 10 b - 5 にも違反することがあり、同規則の違反を根拠とする不法行為責任を追究することも可能です。むしろアメリカでは、ほとんどの事件で、原告は一般的に後者の請求原因によって訴訟を提起すると言われています。なぜなら、18 条は提訴期限が短期であること、担保の提供が求められること、虚偽記載等と損害との間の因果関係や損害額の立証が要求されることなどが理由として指摘されています。驚くべきことには、1933 年証券法 11 条の適用が可能である場合でさえ、規則 10 b - 5 違反に基づく訴訟が可能であると言われています。

#### (4) 発行会社による証券詐欺の民事責任

最近においては、金融システム改革により上場基準が緩和され、また会社法においても自己株式の取得が原則自由となり、また株式交換や株式分割も容易に行えるように改正されたことから、こともあろうに、上場会社が証券詐欺を行うというような従来は考えにくかった事例が、我が国においても生じてきました。ライブドア事件がそうだと思います。

金融システム改革によって規制が緩和された結果、これを悪用する発行会社に対しては厳格な制裁が必要であり、公正な証券市場を維持するためには、事後的救済の強化が一層必要とされています。アメリカでも、サーベンス・オクスリー法は、会社の行う証券詐欺に関して、役員等が最高で懲役 25 年の刑に服すべきことを立法化しました（郵便詐欺法 1348 条）。同規定は、これまで規則 10 b - 5 等を根拠として証券詐欺を摘発してきたことに加えて、このような最高刑に服させることを明文化して、証券取引の公正を確保しようとするものです。

金融商品取引法 21 条の 2 は、以上のアメリカの会社責任に関する救済のための 2 つの責任規定の使命を負わされたものだと言えると思います。つまり、18 条と 10 b - 5 です。しかし、アメリカにおいて重要とされるのは、後者の証券詐欺というべき場合の虚偽記載等の救済のありようでこそあり、我が国でも、発行会社の証券詐欺についての民事責任を追究できる制度として 21 条の 2 を解釈する必要性が大きいのではないかと思います。これは私の思いで、果たしてそうかというのは議論すべきことかと思しますので、以下、その理由を考察してみたいと思います。

## 2. 会社法 350 条

会社法では法人の責任はどうなっているかという点、日本システム技術事件で、最高裁が判決を出しています。この事件は、ご承知のことかと思いますが、元従業員らによる売上げの架空計上が発覚しまして、有価証券報告書の訂正を行いました。株主が発行会社に対して、有価証券報告書虚偽記載が不法行為に当たるとして損害賠償を求めたものです。原告は、同有価証券報告書に基づき、業績が好調で財務面も安定していると考えて同社株を取得して、本件不実記載の公表により株価が暴落して損害を負ったと主張しました。

(最判平成21年7月9日金商1321号36頁、東京高判平成20年6月19日金商1321号42頁、東京地判平成19年11月26日金商1321号43頁)

#### (1) 日本システム技術事件

##### ①管理体制の不備——原審、1審の判示

パッケージ事業本部には、製品品質管理室及び事業部長が統括する GAKUEN 事業部が設置されていた。GAKUEN 事業部の分掌業務は、営業活動、営業事務であり、架空の売上げを行って得るリスクが内在していた。財務部は、債権債務の管理及び売掛金債権の回収遅延管理を担当するが、取引先からの入金と個々の売掛債権との照合を財務部が直接行うことをせず、消し込み工作を可能にする余地を残していた。代表者は、適切な措置をとることを怠り、リスク管理体制を機能させていなかったとして、責任ありとしました。

2審は、「また、当時のリスク管理体制の下においても財務部が経理規程に基づく事務処理を忠実に履行せず取引先に対し適時的確に残高確認を求めたり、不明な点があれば更に確認を求めるなどを怠ったことにより、元事業部長らによる本件不正行為を容易にし、その発覚の遅れを招いた」と、代表者の懈怠としました。

この1審、2審は、事実上、どうも21条の2の影響を受けているようです。

##### ②架空売上げの計上等の不正行為を防止し得る程度の管理体制——最高裁判所の判示

しかし、最高裁の判決ではどんでん返しになっています。

- i) 職務分掌規程等を定めて事業部門と財務部門を分離していた。
- ii) GAKUEN 事業部について、営業部とは別に注文書や検収書の形式面の確認を担当する BM 課及びソフトの稼働確認を担当する CR 部を設置し、それらのチェックを経て財務部に売上げ報告がされる体制を整えていた。
- iii) 監査法人との間で監査契約を締結し、当該監査法人及び会社の財務部が、それぞれ定期的に、販売会社あてに売掛金残高確認書の用紙を郵送し、その返送を受ける方法で売掛金残高を確認することとしていた。

本件不正行為は、通常容易に想定し難い方法によるものであって、代表取締役が本件不正行為の発生を予見すべきであったという特別な事情も見当たらない。財務部におけるリスク管理体制が機能していなかったということはできない。代表取締役に、本件不正行為を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失があるということとはできない。

## (2) 会社の不法行為

本件最高裁判例は、有価証券報告書の虚偽記載について、会社の監督体制に不備はないとし、会社法350条——理事者が不法行為をすると会社の不法行為になるという規定ですが——により、発行会社の責任を追及する訴訟を棄却している点が興味深いわけです。原審や1審は、21条の2による投資者保護を大いに意識していたのに対し、最高裁は、会社法350条を介してであるが、21条の2を意識することなく、会社の責任を否定した。つまり、過失責任のあるなしで法人の責任のありようをはっきりと断定しているところに留意すべきです。

## 3. 金商法21条の2

### (1) 無過失責任の妥当性の欠如

ところが、我が国の金融商品取引法21条の2は無過失責任だと言われており、発行会社の継続開示書類の虚偽記載等があれば、発行会社は無過失で責任を負うこととしています。これは、アメリカにおける継続開示に関する上記18条よりもはるかに厳格です。

立法担当官の説明は、「発行市場において、発行会社の役員らの責任は過失責任（ただし、挙証責任を転換している）であるが、発行会社自体の責任は無過失責任である。……したがって、流通市場における発行会社の責任を規定した21条の2においても、発行市場における発行会社の責任と平仄を合わせ、無過失責任とした」というような説明が『商事法務』等でされているわけです。

しかし、流通市場の開示における発行会社の責任規定が、発行市場の場合の無過失責任規定（金商法18条）になぜ平仄を合わせるべきなのかについての説明が全くなされていません。恐らくは、流通市場で取得する投資者に正確な情報を提供すべきことには変わりはないとでも言いたかったのでしょうか、乱暴な議論であると考えています。

ここからは、問題点だけを指摘させていただくという形で、私を取りまとめた基本的な発行開示との違いについて述べさせていただきます。

発行開示の場合は、発行会社が資金調達をするために投資者に積極的に有価証券の買付けの申込みの勧誘を行うことになるので、このような調達事項に関する開示が重要となる。これに対して、流通に関する開示は継続的な開示となり、継続的な企業活動上の秘密の保持と将来業績についての見通しなどのソフト情報に関して、いわゆるプリマチュアー (premature) の開示とよばれる開示対応の根本問題が存在することに留意すべきであると思います。

つまり、発行会社は、企業活動を行う中で重要情報がしばしば発生してくる可能性がある一方で、企業秘密としてこれを開示しないままに次の戦略的活動を行うことがあり得ます。このようなビジネスのチャンスなどの不確定な段階で投資者に当該情報を開示すると、うまくいけば迅速な開示として評価されることになるかもしれませんが、他方、うまくいかなければ、誤解を招く虚偽の開示ではないのかということが問題となります。

それゆえ、プリマチュアーな重要な情報は、原則的には開示すべきではないこととなりますが、我が国の四半期報告書等においては、ソフト情報の開示が求められています。このような情報の開示を含めた上で発行会社に虚偽記載の無過失責任を課すことは、著しく妥当性を欠くことになるおそれが大きいわけです。

## (2) 1934年証券取引所法18条の有益性

アメリカの法人の責任はどうなっているのかということですが、アメリカでは、流通市場の開示に関して、1934年証券取引所法18条は、発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載等について民事責任を法定しています。

このアメリカの18条は、原告は、被告の虚偽開示を信頼したこと、そこから損害が生じたことなどを立証しなければならないだけでなく、発行会社は善意であったことを抗弁できます。したがって、企業結合についての機関決定をした後でそれが成就しなかったというような場合でも、合理的な根拠に基づく開示であったことを示せば、責任はとらなくてよいこととなります。つまり、アメリカでは、流通市場における開示書類の虚偽記載等は、発行会社に対して無過失責任を課すなどという政策をとっていないことに学ぶべきです。会社が無過失責任を負わされるというのはいかなる根拠に基づくのか、近代市民法原理からして大いに疑問ですし、立法論としては、金商法24条の4に発行者を加えることで、アメリカの18条のように挙証責任の転換された責任を負わせることで足りたのではないかと考えられます。

何を言いたいかという点、21条の2は、証券詐欺的要素と流通市場の開示違反という2つの問題が入っているのではないかと、流通市場の開示問題だけであれば、18条のような処理で済むのではないかとのことです。

#### 4. ライブドアの最高裁判所判決

##### (1) 金商法21条の2の趣旨

最高裁判所は、21条の2第5項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり」について、金商法21条の2は「一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和した規定である」として、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をすべて含むと判示し、「本件虚偽記載は、上告人の代表者であったBの指示ないし了承の下、上告人が実際には約3億円の経常赤字であったのに、約50億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券報告書に記載したというものであって、このような重大な犯罪行為を行えば、強制捜査が行われ、Bが上告人の代表取締役を解任され、Y株が上場を廃止されることになるのはもちろん、上告人が成長性の著しい企業と目され、上告人ないしBの動向がマスメディアによって注目されていたことなども考慮すると、上告人や同種ベンチャー企業等に対する取引所市場の評価が大きく損なわれ、個人投資家による売り注文が殺到するなどして取引所市場に混乱がもたらされることや、こうした事態をめぐりマスメディアが報道することもすべて通常予想される事態であった」として、本件各事情によるY株の値下がりには、本件虚偽記載と相当因果関係がある、と結論づけています。

この事件では、いわば証券詐欺に係る虚偽記載についての判断がなされたわけで、その場合に、投資家が、金商法21条の2の規定によって、挙証責任の負担なく、相当因果関係のある損害が認められたということを判示したものとされます。

##### (2) 田原裁判官の補足意見

- i) 虚偽記載等の事実がなく、事実が適正に記載されていれば当該株式を取得しなかった。
- ii) 取得前に虚偽記載等がなされていることを知っていたならば当該株式を取得しなかった。

これらの場合には取得自体損害の損害賠償を主張できるというのが、多くの学説が認めるところです。



これに対して、

iii) 虚偽記載等の有無にかかわらず、当該株式を取得していたと認められる場合は、取得価額から処分価額（又は口頭弁論集結時の評価額）を引いた取得差額となることが一般に認められている、と述べ、場合分けをされています。

これは、取得自体損害という言葉で、私の峻別すべきだというテーマについてアプローチを試みられているのではないかというふうに勝手に解釈しているところです。

### (3) 寺田裁判官の補足意見

寺田裁判官の補足意見も、「不法行為の基本要素たる違法性の内容からみて、投資家に対する不法行為が成立し、その損失が保護されるべき対象であるとみることができる場合には、これを損害賠償の対象から除外すべき理由はなく、これにつき会社が責任を負うについての会社法上の要件が充たされるのであれば、会社の責任を否定する理由もやはりない」として、さらに次のようなことを言われています。

i) 会社の代表者が単に会社財産を横領した場合には、株価に下落があっても、株主が会社に直接にその分の損害賠償を請求することはできない。

これは岡部裁判官と同意見です。

ii) 代表者が、大株主に損害を与えることをねらって、会社財産を毀損する行為を働いた場合は、会社に対しても請求できる。

### (4) 岡部裁判官の反対意見

i) 高値取得損害は、株主の直接損害である。金商法21条の2第2項は、取得時差額を推定する。取得自体損害もあり得る。

ii) 会社の信用毀損による株主の間接損害は、株価下落損害である。この損害は、全株主が被る損害であり、21条の2は、これを対象外にしている、とされる。

私の問題意識とこれらの最高裁判所の裁判官の個別意見とは、ぴたっと一致はしていませんが、金商法21条の2が包摂しているものは何らか異種類のものがあるのではないかということをおっしゃられるのは確かではないかと思えます。

### (5) 株主全体の損害

最高裁判所は、金商法21条の2は、「一般不法行為の規定の特則として、その立証責

任を緩和した規定である」として、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をすべて含むと判示しています。

問題は、田原裁判官が損害額算定について、「虚偽記載等の有無にかかわらず当該株式を取得していたと認められる場合は、取得価額－処分価額（又は口頭弁論集結時の評価額）の取得差額となることが一般に認められている」と言われるが、そのような場合に、発行会社はなぜそのような損害賠償の責任を負うべきなのか。

岡部裁判官の反対意見では、会社の信用毀損による株主の間接損害は、株価下落損害で、この損害は全株主が被る損害であり、21条の2は、これを対象外にしていると言われる。

また、寺田裁判官の補足意見においても、「会社の代表者が単に会社財産を横領した場合には、株価に下落があっても、株主が会社に直接にその分の損害賠償を請求することはできない」とされています。このような考え方は、雪印食品損害賠償請求事件（平成17年1月18日金融商事1209号10頁）において、東京高裁が、「株式が証券取引所などに上場され公開取引がなされている公開会社である株式会社の業績が取締役の過失により悪化して株価が下落するなど、全株主が平等に不利益を受けた場合、株主が取締役に対しその責任を追及するためには、特段の事情がない限り、……株主代表訴訟を提起する方法によらなければならない、直接民法709条に基づき株主に対し損害賠償をすることを求める訴えを提起することはできない」と判示したことにも関係するのかもしれないと思ったりもするわけです。

#### （6）日本システム技術事件についての架空的最高裁判決のイメージ

日本システム技術事件は、詐欺をしようというわけではなく、従業員が何かごまかそうとして虚偽記載してしまったといった事件で、これに金商法21条の2を当てはめるとどうなるのかということ、勝手に森田裁判官がやってみるとどうなるかというわけです。

日本システム技術事件の原告株主は、有価証券報告書の記載に基づいて同社株を取得しましたが、果たして有価証券報告書の虚偽記載がなければ同社株を取得しなかった事例であるかどうかは認定されていません。この事例こそが、前述の田原裁判官が指摘される「虚偽記載等の有無にかかわらず当該株式を取得していたと認められる場合」なのかもしれません。

第1審裁判所は、高値取得損害であって取得差額が財産的損害額であるとして、いまだ施行されていない金商法21条の2第2項の推定規定を用いて損害賠償を認めていたわけです。しかし、このような虚偽記載は、上記の雪印食品判決やライブドア最高裁判決中で

岡部裁判官や寺田裁判官が指摘されたような全株主が負うべき会社損害であり、21条の2の対象外とも言えるのではないかと思います。

本件の会社の主観要件について、会社法350条に関しては過失がなかったとしていますが、金商法21条の2でいけば、果たして無過失責任で判断するかどうか注目されるところです。このことに関して、ライブドア判決で寺田裁判官が「投資家に対する不法行為が成立し、……これにつき会社が責任を負うについての民法、会社法上の要件が充たされるのであれば、会社の責任を否定する理由もやはりない」との補足意見を書かれていることを吟味すべきかとも思います。

解釈上の解決方法としては、金商法21条の2第5項に基づいて裁判所が適切な判断ができるという解釈を試みるしかないのかもしれませんが、立法論としては、前述したように、このような全株主が損害を被るというようなパターンのものは、金商法24条の4の責任主体に発行会社を加えれば済む話ではなかったのかと思います。

## 5. 証券詐欺となる虚偽記載

我が国の21条の2についての上記最高裁判所の議論は、21条の2が直接損害を受けた投資家に認められる規定であるということを示していると言えます。そこで、それは証券詐欺とまで言える不法行為であることを要すべきかどうかを検討してみます。

### (1) 米国の証券詐欺の故意要件

アメリカの場合、10b-5がよく使われています。だから、21条の2はそっちの分も入っているというふうに思うのですが、18条の責任、つまり普通の流通市場における虚偽開示の責任の場合には、会社は無過失の抗弁ができるというか、善意の抗弁ができるという形になっています。

証券詐欺については、被告の故意というか、悪意というか、害意というか、scienterというのが要求されていると。そして、そのscienterによって原告が虚偽表示等を信頼したということで損害を主張すればいいわけですが、損害との因果関係は原告が挙証しなければならないことになっています。

最近、アメリカでも証券取引法の改正がありまして、挙証責任の推定規定みたいなものが10b-5に関してできています。ですから、それを参考にして日本で金商法21条の2をつくったのではないかと考えるのですが、それならそれで、10b-5の事件に限って

立法すべきであったと思っているわけです。

しかし、アメリカでは、挙証しなければならないと言いながらも、株価下落というような抗弁が通ることが多いようですから、推定規定を立法化したようです。ただ、原告は被告の主観要件を挙証しなければならないということで、制度の濫用を防止しているわけです。

ところが、我が国の金商法21条の2は、制度の濫用を防止するための、例えば被告の故意要件といったものは全く設けていませんから、無過失責任などという、とんでもない条文になっているので非常にびっくりしているわけです。

## (2) 証券詐欺となる重要な情報

### ①重要な事項の定義規定

それから、証券詐欺ということであれば、何でもかんでも虚偽記載であれば責任を負うという言い方は非常におかしい。だまされるということですから、だまされるというだけの重要事実でないとおかしいのではないかということで、重要な事項の定義規定が必要なのではないかということです。

重要事項といっても、そもそもアメリカの1933年証券法上で発行市場における発行会社の有価証券届出書における虚偽記載等の責任を負う対象となる重要な事項とは、「通常の慎重な投資者が登録証券を買い付ける前に知らされるべきであると合理的に考えられる事項」であるとの定義規定(規則405)があります。ところが、証券詐欺となりますと、証券市場に影響を及ぼす事実という考え方にならざるを得ない。これは谷川先生が昔から指摘されています。証券詐欺に該当するような重要な虚偽記載による損害額であればこそ、原状回復的損害賠償が各投資者に認められるので、金商法21条の2第2項は、そのような損害と因果関係を推定することにこそ意義があるのではないかと思います。しかるに、21条の2に関して、重要な事項についての定義規定も何もなく、何でもありみたいになっているのが非常におかしいと思っているわけです。

### ②証券市場に影響する重要な情報

アメリカの場合は、どんなことが証券市場に与える重要事項になっているのかというと、規則10b-5の対象となる重要な事項は、合理的な投資者が投資判断を行う際に重要と考えた場合が「重要」ということになります。虚偽記載等が、合理的な投資者の投資判断

において現実的重要性を想定させたであろう実質的蓋然性が存在しなければならない。別な表現で言うと、合理的投資者が不実記載された事実を見た場合に利用可能であった情報のトータル・ミックスを重大に変更させる実質的蓋然性が存在しなければならないというのが判例であり、原告はこのことを証明しなければならない（Basic Inc. v. Levinson 485 U.S. 224 (1988)）とされています。

連邦証券取引委員会（SEC）は、IR活動で会社が情報を伝達することを奨励し、これとの関連で会社が責任を負わなくてもよいような、つまり重要情報を出してもインサイダー取引にはならないのだというようなレギュレーションFDを制定していますが、その中の重要情報というのは、もちろん証券市場に影響を与えるということが前提になりますので、そこで言われている重要性という概念がここでいう重要性と一致するのではないかと。全部が全部そうかはわかりませんが、参考になるのではないかと思います。

それによると、①収益情報、②合併、取得、公開買付、合併事業、資産の変更、③新しい製品もしくは発見、または顧客もしくは供給者に関する展開（例；契約の獲得または喪失）、④支配権または経営権の変更、⑤監査人の変更または監査人からの通告（発行会社が監査人の監査報告書を信頼することができなくなったとの通告）、⑥発行会社の証券に関する出来事（例；シニア証券のデフォルト、redemptionのコール、自己取得計画、株式分割若しくは配当変更、株主権の変更、追加証券の公募もしくは私募）及び⑦破産また再生等です。

これらのある意味で限定された重要情報が、証券詐欺となる重要情報ということになりますので、我が国の金商法21条の2のように、何でもかんでも重要事項だと言ってしまうと、証券詐欺との関係では遠くなってしまっ、18条のほうの責任のもとになってしまうのではないかといたことが言いたいわけです。

### ③西武鉄道の名義株主

そこで、ご報告いただいた西武鉄道事件についてですが、私はどうも腑に落ちないので。西武鉄道事件において、名義株主が虚偽記載とされた、それゆえ上場廃止だというふうに当然のようにみんな思っているのですが、いささか疑問があります。

東証の平成16年11月16日のプレスリリースによると、西武鉄道は、虚偽記載を行い、かつその影響が重大であると認めた場合（株券上場廃止基準2条1項11号a）、及びその他公益または投資者保護のため上場廃止を適当と認めた場合（同16号）に該当し

たとして、猶予期間の終了を待たずに上場廃止としました。少数特定者持株比率80%以下に抵触する水準に及ぶなど重大な情報に誤りがあったことが認められ、また、内部管理体制等組織的な問題に起因するものと認められたからだといいます（同プレスリリースの注記）。裁判所でもないのに、なぜ取引所がそんなことを認定できるのかよくわかりませんが、上場廃止となったというわけです。

確かに大株主の記載に誤りがあったとしても、西武鉄道は、大株主からの報告に基づいて株主の所在を記載するわけで、大株主のコクドからの情報に基づくわけですから、その信憑性の責任を発行会社に押しつけているのではないかと思います。さらに奇妙なのは、同日の東証社長の記者会見で、東証の少数特定者持株数に係る基準の見直しを公表していることです。つまり、「この基準を導入した昭和57年にさかのぼるわけですが、導入に当たり、『当分の間』基準を緩和することとした取扱いが、今日まで継続しているという状況となっています。最近の株式持合いの解消状況等も踏まえると、こうした緩和措置を継続する合理性は乏しくなっているものと考えられますので、今回、この緩和措置を廃止することとします」と、同時に説明しているわけです。

立法しておいて、施行しなかったのに、急におまえは悪いことをしていたということを言っているわけですね。そんなのは本当にいいのでしょうか。ということで、この上場廃止の処分については、世の多くの方々には当然のように違法であったとおっしゃるけれども、ちょっと納得しにくいものがあると私は考えています。上場廃止の処分は、取引所の政策問題であって、少数特定者持株数の虚偽記載なるものが重要情報の虚偽記載と言えたかどうかは疑問であると考えています。

ご存じのように、もともとの上場制度の出発点では、別に株主の名義の書き換え機関、代行機関を設けなければならないということではなかったのに、だんだんそうになっていって、名義株主問題が解決していくというふうになっていたのですね。しかし、こういう古い会社は代行機関がなくて、住友銀行も最近まで代行機関がなかったというようなことだったと思います。そうすると、そういうチェックもしにくいし、発行会社としては、コクドとどういう関係であったかはわかりませんが、会社とは違う機関のコクドの大株主からこんな状況ですという報告があれば、それに基づいて書くというのは自然なことです。それが結託していたということが挙証されれば、それはそうかもしれませんが、普通は、大株主の状況というのは、大株主の開示されてきたものに基づいて書くのが発行会社の責任ですから、そこでちょっとでも間違いがあると、無過失責任になるというのは行

き過ぎかなと思うわけです。

西武鉄道事件は、金商法21条の2ができる前の事件ですが、もしもこの事件が21条の2が制定された後に起こっていたらどうなったかというところ、それは会社に責任ありということになっていると思います。しかし、それは法律として正しいのかというところが、私としては非常に疑問だというふうを考えるわけです。

上述の西武鉄道の相場廃止の際のプレスリリースや記者会見の様子を見ていたら、新聞記者から、相場廃止なんかして取引所が訴えられたらどうしますかと質問されているわけです。新聞記者であれば当然疑問に思ったと思いますが、どういうわけか、偉い会社法の先生たちはみんな、当然重大な違法行為があったというふうに言われます。しかし、私は、本当なのかな、概念的にちょっとおかしいのではないかなというふうに思うということです。

### (3) 原状回復的救済

#### ①アメリカにおける証券詐欺の場合の信頼と因果関係

これは信頼と因果関係があるということで、市場における詐欺といった概念の採用によって、原告の举证責任を緩和してあげる。市場における詐欺理論といいますか、マーケットに影響を与えるからこそ、損害額の推定も可能になるわけですし、その重要情報が何でも入ってくることになる、推定自体もあやしくなるようにも思います。この救済問題も、やはり証券詐欺を前提としたときの推定規定というのは非常にわかりやすいけれども、それ以外のものについてはちょっとわかりにくいというふうにするわけです。

#### ②損害額としてのアウト・オブ・ポケット理論

原則論的には、アウト・オブ・ポケット理論で、買ったときと売ったときの損害が原則だという考え方があるということは昔から言われていますが、推定規定まで設けるとなると、市場における詐欺理論といったものがないと、そういうことが認められないのではないかと考えています。

#### ③金商法21条の2の救済の利用可能性

オリンパス事件は、先ほどから言っているような、全株主が負担すべき損害だったのか。つまり、代表取締役が会計処理を誤ってみんなが損をしたという性質なのか、だまされた

というふうを考えるのか、どちらなのか。難しくよくわかりませんが、そういう要素があるということを言いたいわけです。

問題を金商法21条の2という枠組みで処理すると、かなり過酷な結果を生むのではないかと思いますから、本来的には、金商法24条の4の条文の適用枠組みとして、その中の無過失かどうかといったところを議論していくというようにして解決すべき問題ではないのかと思います。金商法21条の2というような便利なものがあると、それでいってしまう。ただ、裁判所も、本日私が述べたようなところで、何でもかんでも認めるというようなところについては若干躊躇があるようですから、オリンパス事件も、裁判所が金商法21条の2をどれだけ実質的に修正されるかという可能性もあるかもしれません。しかし、本来的には、こういう問題は金商法24条の4の責任主体として、そこでの過失のあるなし、そういったところで議論をして決着すべきではないのかなと思います。

今までのご報告は、金商法21条の2が、単なる不実開示の責任というのと、証券詐欺に及ぶ不実開示の責任という2つのものがあるということを峻別できていないところを指摘してきたわけです。他方、その他の証券詐欺の民事責任規定についても見てみたいと思います。

## 6. その他の証券詐欺の民事責任規定

まず、相場操縦について見てみますと、金商法159条2項は「何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券売買等」という。）のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって、次に掲げる行為をしてはならない。」として、3号で「有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること。」と規定しています。そして、有価証券の売買または委託につき受けた損害を賠償する責任を負うという民事責任規定が160条にあります。この条文がこれまで利用されてこなかった理由として、取引を誘引する目的をもってという主観要件の証明が困難であるとか、「売買を行うにつき」という文言があるから限定的で難しいというようなことが言われていました。

ところが、私が日本で虚偽記載等による本格的な証券詐欺が起こったと思うのは、最近になってからです。ライブドア事件では、裁判所は、次のような認定を行っています。すなわち、「被告においては、インターネット関連業務の業績の増大には限界があることから、合併・買収（M&A）や株式分割を利用し、ライブドア株式の時価総額の増大を図っ



ていたが、被告、甲野、乙山らは共謀の上、さらに、企業買収の際の株式交換を利用してライブドア株式を高値で売り抜けて利益を得た上、それを被告の売上げに計上して経常利益を増大させることとし、その過程に投資事業組合を介在させて、被告、甲野、乙山らの関与を発覚しにくくするとともに、企業会計処理等による規制を逃れようとしていた」こと、及びマネーライフ社買収に係る偽計・風説の流布を認定しています（東京地判平成20年6月13日判時2013号27, 47～49頁）。

要するに、意図的にうそをついて、もうけてやろうと。株価を上げるということは、通貨の偽造みたいなもので、どんどん印刷して高値の通貨に変えようというわけで、本当に浅ましいほどの欲望が見えるわけです。そういう事件と、虚偽開示であった日本システム技術のような事件とは全然質が違うのではないかと。そうだとすると、何も虚偽記載だけではなく、ここでいうところの株式の分割、M&A、株式交換、あるいは子会社の利用、投資事業組合を介在させるといったものは——私は若いときに157条の条文を読んで、何のことかわかりませんでした。だますための偽計を図るとかというのを、一体何のことかと思っていたわけです、ああ、それがこれなんやと思ったわけです。

そういう意味で、金商法21条の2は提出報告書の虚偽記載責任ですが、それをもっと広げて、風説の流布のような場合でもみんな入るといふふうにしてほしいし、例えば偽るための株式交換とか、どんな悪いわざがあるのかよくわかりませんが、そういうだますための技巧とか、そんな形のもものが157条に入ってくるのではないかと。

その10b-5をどんどん使うということについては、SECの歴史なんかを見ていたら、1942年に証券の購入または売却に「関連して」（in connection with）という概念を採用したことによって、大幅につかまえることができるようになったと書かれています。

日本も、157条を見ると、ここで十分に議論できる自信もありませんが、「関連して」とまではやはり読みにくいと思いますので、それも広げたりして、結局、157条に対しての民事責任規定で金商法21条の2のようなものを本来つくるべきではないのかと思います。若い方々は要件・効果論できちっと述べられているのに、私は非常に荒っぽい議論になっていると思いますが、10b-5を何十年も見てきて、前からわからなかっただますための技巧というのが、ライブドア事件でやっとわかったような気がしましたが、それについての手当てができていないのではないかとということです。

アメリカでは、判例法で10b-5に基づく民事責任という体系が展開されていますの

で、それを我が国でも展開してもらいたいなど。同時に、金商法21条の2という位置づけの条文では、無過失責任なんてとんでもないことはやめてほしいというふうに思うということです。

以上、荒っぽい報告ですが、きょうは皆さんにやられるのを覚悟で、それでも言いたいということで報告させていただきました。

~~~~~

### 【討 論】

○岸田 ありがとうございます。21条2に対して幅広い観点からいろんな問題点をご指摘いただきました。この問題につきましては、これまでも何人かの先生方からもご報告いただいていますので、どんどん議論を詰めていただきたいと思います。

○河本 非常にポレーミッシュなご報告なので、決して逆らうわけじゃないのですが、民法のほうの考え方がどうなっているのかということをも十分参考にしておかないと、21条の2だけをたたいていたのでは、重要な点が抜けてしまうと思うのですよ。

例えば、あなたのお挙げになった日本システム技術事件、これはなぜ民法715条で訴えなかったのか。同条の免責規定はほとんど有名無実になっていると言われているのですね。だから715条で訴えれば、これは一発で会社の責任を問うことができたはずですよ。

粉飾決算をやったのは、どの従業員か分からない場合でも、その従業員を特定しなくてもいいと言われてますね。

それともう一つ、西武鉄道事件を見ている、前から私や石田君もここで言っていることですが、皆さんはあんまりご関心がないけれども、あの下級審を調べたら、西武鉄道がやった、西武鉄道がやったと言う点で全部一貫しているわけですね。もっとも、この事件は、代表取締役がやったということですから、会社法350条を通してても会社の責任は、もちろん問えたわけですが、350条を使っていない。中には、「西武鉄道が知って」と、西武鉄道が故意だとまで言っている判決もあるのですよ。

○森田 それはわかりませんよ。僕は保護するつもりはないのですからね。

○河本 だから、こういうふうに民法のほうがどんどん進んでいるところで、21条の2だけをけしからんと言ってみても、重要な部分が抜けてしまうわけですよ。

○森田 それはおっしゃるとおりで、709条自体でも、715条を使わなくても法人の責任を認めるとか、最近、そういうふうに法人の責任を認めやすい方向に行っていると思います。ですから、そのことについては、私は特に異議は申し上げていません。

ただ、推定規定があつて、しかも無過失まで言うてしまうというところはおかしいと。

○河本 この場合、過失を要件とすると、それは会社について過失を考えることになるんですね。代表取締役の過失を問題にしているのではないのですね。それでは会社に過失がある場合とはどういう場合か。結局、内部統制システムとか、いろいろ言われている制度は全部完備していました、それでも粉飾が起きましたと。会社の過失を要求すれば、ほとんどの場合、会社の責任を問える場合はなくなりますね。

今言ったような内部統制システムといわれているようなことはの上場会社でもやっているけれども、それでも粉飾決算はあとをたたない。制度は整備していましたとって抜かれるのなら、全部抜けてしまいますわ。だから、そのところを一体どうお考えなのか。

○森田 それは抜けたらいいのと違うんですか。

○河本 そこまでいうのなら、それはそれでいいと思います。そうすると、わざわざ、会社の責任を問えるような条文を置くこと自体が意味がなくなりますね。

○森田 だから、僕が言っているのは、21条の2は推定規定までであるというのがおかしいとまず言っていますね。そうすると、先生が言われるように、過失があつたというようなことは、あつたと言えばあつたし、なかつたと言えばなかつたということになって、そんなことを言っていては民事責任を問にくいとおっしゃるのもわかります。でも、アメリカの場合は、それで結局、訴訟をたくさん受ける時代があつたのですね。その中から、scienter要件で絞つていったというのが歴史です。

○河本 だから、それを聞きたいんだ。一体、アメリカだって、この場合は法人でしょう。法人のscienterって何ですか、一体。

○森田 それは、向こうは法人の処罰については、先生のおっしゃるように、もっと下のレベルでも法人の意思があるというふうに考えますから。

○河本 だから、擬人化しているわけですよ。日本でも、私も最近必要があつて、民法の本を調べてみたのですよ。そしたら、随分進んでるね。法人についてはとにかく、法人がやったということで、法人の中のだれがやったということは全然考えないで、法人の義務違反なのだという。

○森田 そうなんですけれども、そのときに、私は別にそれでむちゃくちゃ緩和したらいいとは考えていなくて、だからこそ、例えば内部統制というような概念できちっとしていたら免責されるというふうに持っていこうとしているわけです。

○河本 いや、それは結構だけれども、それをやったら全部抜けてしまう、ほとんど責任を負わせられる場合はなくなってしまうと思います。

○森田 まあ、そういうことです。

○河本 粉飾決算というものは、悪いと言うことは、十分分かっているから、いくら制度を整備しても起こります。そのときに会社に責任を負わすべきでないというのであれば、それは、会社に責任を負わせるような条文をもともと置くべきでないという議論だと思います。。

○龍田 民法715条が出てきましたけれども、さらに基本といえそうな民法709条も使われますでしょう。

○河本 そうです。

○龍田 四日市の公害事件などはそうでしょう。民法709条を適用する場合は、715条と違って、選任・監督というようなことが問題にならずに済みますから、より直接的ですね。

それと、金商法21条の2に推定規定のあることがひどくご不満のようですが、発行開示の責任については、推定規定があってもよいのですか。それ自体がおかしいのですか。

○森田 僕は、ワンパターンでは答えにくいと思うのですね。つまり、流通市場の開示でどこまでソフト情報も要求しているかということにかかっていると思います。ですから、それがハードのものだけで済んでいるというのであれば、別に同等の扱いでいいのかもしれないけれども、企業は活動していますから、そういう中での情報開示というのは、非常に間違いも生じやすいというのがあるのではないかと考えています。

しかし、河本先生のように、世の中で大体だますやつはいくらでもだますというふうにおっしゃったら、それはそうかもしれませんが、僕は一応性善説で動いていますので。

○前田 ご報告の中で、森田先生は、ソフト情報との関係で発行市場と流通市場とを別に考えるべきだということをおっしゃったと思うのですけれども、確かに、業績予測とか経営者の意見が出されて、それがもし結果的に外れたときに、直ちに虚偽だということ

とになるのであれば、無過失責任とするのはいかにも行き過ぎであるということはわかります。しかし、業績予測等が虚偽に当たるのは、開示の時点で業績予測等のための情報収集が合理性を欠いていたというような場合に限られるのではないのでしょうか。虚偽かどうかのところで絞りがかかると思いますので、開示内容のいかんによって発行市場と流通市場とを分けるべきだということには必ずしもならないと思うのです。

○森田　だから、僕は別に皆さんにけんかを売っているわけではなくて、そういうふうには言えたら確かにそうなんです。そうですね、現実の開示情報を見たら、例えば機関決定があったら出せと言っていますね、合併なんかでも。機関決定って何ですかといったら、本当は取締役会で骨子の合意があったというところで昔はやっていたんです。でも、今はそれ以上に、タイムリーディスクロージャーの関係でもっと早く出せかと言っているわけです。そうすると、実は違いましたということだってある。そしたら、それを信頼して株を買ったから損をしたというのが絶対出てきますよ。そのときの処理が、あなたのおっしゃるように、それはきちっとやれば済む問題ですわと言って済むかという、そのスタンスの問題です。

ですから、それが絶対いいと言っているわけではなくて、企業経営の日常的な活動の中での開示ということになると、それから、河本先生がおっしゃったように、初めから知っていてだましているのやと言われるかも知りませんが、ただ、僕は性善説だから、知らなかったというようなこともあると思うのです。そういうときに、それは知っていたことと同じやと言われてたら、そしたら損害賠償の因果関係も民法709条でやっていただいて結構やと、そう思いますけれど。

○川口　先ほどの推定規定がけしからんという話ですが、この規定は、投資家の側で損害額の立証ができないため、結局民事責任の追及もできずにアンダーエンスフォースメントになっているという事態があって、それを何とか解消しようというので入ったものです。差額説に立ってさらに、推定規定がなくなると、もとの状態に戻ってしまいますが、それでもよろしいのでしょうか。

○森田　いや、証券詐欺についての救済はちゃんとすべきやないですかと言っているんです。

○河本　よく損害の立証が困難だという。しかし、西武鉄道事件のように、取得価格が全損であって、その損が売却代金分だけ減ったというのであれば、市場で売買している限り立証は困難ではないですね。この立証ができる場合に、それが、21条の2の推定

値より大きい場合は、709条を使ったほうが得ですね。

○森田 それを妨げる気はないですよ。709条を使ってもらって結構ですよ。

○河本 だからね、結局、21条の2は、あなたは怒るけれども、私から言わせたら、民法709条を直接会社に適用していても同じになるのではないかな。

○森田 そしたら、立法の必要もなかったと。

○河本 さきにもいったように、下級審を調べてみたら、実に見事に、とにかく709条をそのまま会社に適用しているんですね。

○森田 だから、あれで判例法理ができたと思いますよ、僕も。

○河本 ただ、その点は最高裁で争ってませんから、まだ最高裁の見解は出ていないのだけれども。それで、民法の学説を見たら、故意は別として、過失という概念は従来のような個人の認識をもとにして考えるものと違うのだと、客観的基準で考えるべきだと。結局、義務違反イコール過失だということになれば、これは、無過失だということですね。そこまで民法のほうが進んでしまっておれば、いくら金商法でごちゃごちゃ議論してみても、向こうをとめなかつたらね。

○森田 僕はとめる気はないのですよ。とめる気はなくて、私がここで言いたいのは、21条がペケとかでなくて、21条をするぐらいなら、証券詐欺についてのもっとそういうのをつくってくださいということを行うために、21条の2は不十分性があるということを行いたいだけであって、とめる気はありませんよ、私も。西武鉄道で709条での判例法理はむしろできたように思っています。

○北村 3～4ページの日本システム技術事件について、森田先生は、1審、2審は21条の2を意識したのに対して、最高裁は意識しなかったと述べられましたけれども、1審と2審が意識したというのは、虚偽記載を結果として防げなかった以上、後知恵で過失があったとされるのなら、結局、無過失責任になるという意味なのか、あるいは1審は、ご承知のように、まだ21条の2が適用される前だったのに同条を類推するという、適用されないものを類推するとまで言っているのです、その点を意識しているとおっしゃったのか、どちらでしょうか。

○森田 最後におっしゃったような趣旨だと思っています。だから、類推なんかできないものをしてしまっているのではないかと思います。でも、それは河本先生からご指摘があったように、西武鉄道事件で、709条理論というか、民法の不法行為で判例法理みたいなもののがかなりできてきているということは確かで、それを否定する気はもちろ

んありません。ないし、このときに21条の2というのは、若干私はヒートしているわけです。それらを使ってやっているというのは困るので、これは民法上当然に推定しているのだというふうに言われるのだったら、それはそれでいいと思うけれども、むしろ類推するというような言葉が見えましたから、そういう言い方はやめてほしいなど。河本先生流に、これは民法で当然そうなるのだと、こういうふうに言ってくれていたのだったら非常に納得ですけれどね。

○近藤 7ページに書かれていることに関連するのですが、709条でいくなれば広く会社の責任を追及することができるという立場でいくと、雪印食品事件の事例にありましたように、株主全員が平等に受けた事例についても、不法行為責任でいくなれば責任追及ができるというふうに考えていいのでしょうか。

○森田 そこは僕もよくわかりません。私の言い方でしたら、アメリカの18条の場合、日本でいうと規定されていない24条の5ですか、それのところでは法人がどんな場合に責任を負うのかという議論になってきて、そして、かつて神崎先生とか竹内先生が主張されたように、入れろと言っているのに入れないというような議論をしていたときに、特別に損をした株主だけを守るのかという議論があって、でも、それは不法行為責任だったらしらうがないのではないかといった言い方も竹内先生はされていましたがね。

○近藤 森田先生のご意見によれば、証券詐欺の場合は、たとえ株主全員に不利益が生じた場合でも709条でいけるということになるように思えるのですが、はたしてそれでよいのでしょうか。

○森田 もっといい条文でいきなさいと、推定規定もあるようなね。証券詐欺の場合はね。でも、そうでない場合は、経営上の失敗とかもあるわけでしょう。それを一々損害賠償をするというよりは、代表訴訟でやるという考え方もある得るのかなと思いますから、その辺は難しいですね。私もわかりません。

○行澤 雪印食品事件の判決の確認ですけれども、これは取締役の責任追及ですね。だから、直接取締役の責任追及をできない、709条をもってしてできないと言っているのですけれども、これはすなわち、旧商法266条の3、今の会社法429条に基づいてもできないということを含意しているのでしょうか。既に株主であった者は、確かに429条に基づいても、間接損害については直接責任追及できないということですから、これはそういうことなのですね。709条でもだめだし、もちろん会社法429条でもだめだということですね。これは既に株主である者の利益状況に関するわけですね。

ただ、新たに虚偽の有価証券報告書等の虚偽の財務諸表を信頼して株主になった者は、逆に429条でもできるし、709条でもできると、こういう関係にあるというふうに考えてよければ、雪印食品事件と西武鉄道事件等と比べるのは、ちょっと状況が違うのかなと思ったのですが。

○森田 おっしゃるように、新規に取得した場合は非常にとらえやすいですね。ところが、田原先生がそれでも取得した場合というのがどれなのかわかりませんが、例えば西武鉄道が上場されたときから持っていた、それが今になっておかしくなってきたというようなときに、損害賠償ができますかねと言われたときに、それはマーケットを失ったということについての損害賠償は民法的にわかりますよ。しかし、それが虚偽記載とかで当然に無過失責任というふうな話はちょっとよくわからない。おっしゃるように、新規取得とか、うそをつくから売ってしまったとか、そんなことがあったりしたら、それはわかりやすいですね。わかりやすいから、その点は問題ないのですけれども。

○行澤 だから、会社自体の民法709条による責任が問題になる場合も、やはり問題にされているのは、新規に売ったり買ったりという状況を前提としているのではないかなと思うのですね。既に株主である者が損害を被った場合は、やはり間接損害というふうに考えるのではないのでしょうか。だから、取締役に直接責任追及もできないし、もとより会社に対して民法709条による責任追及はできないと、こういう整理の仕方ではないかなとは思ったのですけれども。

○森田 ただね、あんまり言うと、それこそ投資者保護はどうするのかという話にもなるから、難しいですね。だから、会社法制と金商法の法制とが相まってガバナンスをうまくしているとか、そういうふうな言い方ができたらいいけれども、それはよくわかりません。河本先生から強いご指摘を受けたのは、21条の2だけペケ、ペケと言ったって何ともならんよと。

○河本 私なんかは、昭和46年の改正のときに専門委員でおったのですよ。そのときの議論では、発行市場における虚偽記載による損害賠償は、損害賠償というけれども、それは、実質的には、これは、損害賠償ではないのだと。うそを書いてある届出書を開示して、カネを集めるのは詐欺なのだ。本来無効なのだ、無効なものを取り返すのだ。だから、そういう意味でこれは認められると。そして、ほかの株主も決して損にならんと。というのは、本来無効な行為で会社に入ってきたものだから、株主の財産にもなってない、それをもとに戻すのだから、ほかの株主も損はしないということだった



のですね。

しかし、流通市場は全然それと違うわけなので、株主が会社に出したものを返せというような話ではないわけです。だから、これは無理だということで、もちろん立法にできなかった。

そのときは、民法の不法行為による会社に対する責任追及も、これはできないのと違うかと言っていたのです。だから、あなたの説でいくと、どっちへ行ったほうが筋が通るのかな。不法行為も認めないというほうが筋が通るのかな。

○森田 　だから、それは18条の処理の中で議論してください。因果関係の推定なんかせずに、18条の議論をしてください。むしろ私の問題意識は、やはりライブドア事件ですよ。あれはまさに、株券というのはお札の印刷ですよ。わあっと盛り上げておいて、これだけの価値がありますよと印刷して渡すわけでしょう。それはとんでもない詐欺ですよ。ですから、それは別にそれで資金調達をしているか、していないかは関係なしに、そうやって世の中をだまして、自分の貨幣価値、株価を引き上げてパクろうとしていることはもう確かなので、そのこと自体に悪性があると。それはどんどんつかまえたならよろしいし、損害賠償はとことん認めるような制度にしてほしいなど、それを渴望しているのです。

それはしてほしいのですが、おっしゃるような問題は、昭和45年当時に議論されていましたね。ただ、21条の2は、全面的に否定するか、否定しないかを超えた大胆な転換なのです。通常の過去の問題は、真ん中をとって18条の世界、つまり、そこでの善意の無過失か何か、そういう抗弁を認めるか認めないかの中で微調整してほしい。ただ、その責任はそう簡単には認められない、アメリカでも。つまり、担保提供はあるし、追訴期限は短いし、そういう世界の枠組みで処理してもらいたいなと思っているということなのです。

○龍田 　だまし方にもいろいろあるでしょう。そして、ある類型にはまるようなものは、それにふさわしい規定で対処する。そこから抜け落ちるものがあれば、それは包括規定で拾わなければいけない。あなたの最後のご提言は、包括規定だけでやれということにも聞こえますが、どこが違うのですか。

○森田 　だから、これは証券詐欺と書いているから、それに対応して書いているだけで、これ以外に、18条を……

○龍田 　いや、その証券詐欺というのにいろいろあるのではないかと言ったわけです。

- 森田　そうですね、いろいろあると思います。ですから、それは私は十分に議論できていませんが、例えば株式分割とか交換とか、不正の技巧を凝らすとか、そういう文言がありますから、そういうのに当たるものはこれで損害賠償も取れるようにしてもらいたいなと思っています。
- 龍田　証券取引法以来、度重なる改正で責任規定を追加してきましたが、そのつど繰り返されたのは、証取法157条があるから、これによって対処することができるという議論でした。しかし、157条は使いにくい、重い罰則と結びついているので使えないというので、それぞれ不祥事の類型に対応する具体的な規定を工夫してつくってきたわけでしょう。それをもう一度もとへ戻せというご主張のようで、非常に奇異な感じを受けるのですが。
- 岸田　今、龍田先生がおっしゃったように、157条は罰則が一番重いですね、金商法の中で。もう一つは、容疑が非常にあいまいだから使いにくい、ほとんどは使えなかった。森田先生のおっしゃるのは、もっと要件をわかりやすくというか、もっと民事責任で出せと、こういうことですか。
- 森田　使いにくいのだったら。ただね、正直言って、157条に書いてある不正の手段とかが、何のことかさっぱり想像もつかなかったのが、ライブドア事件が出てきて、ああ、こういうことを言っていたのだなというふうに私としては思った。だから、それをつかまえてほしいなと。そうすると、157条がわからんままだとおっしゃるのだったら、わかるように、「会社分割その他の」とか、そんなふうな文言を入れたりしてもいいし、もう少し具体化するならしてほしいし、罰則だけでなく、民事責任としても、対応する民事責任規定は、160条のようにつくったらいいのと違うかなとも思います。
- 河本　過失責任にした場合に、これは法人の過失になりますから、法人の過失とは一体何かというところを具体的に詰めておいてもらいたいのですよ。決してあなたの議論全体に反対しているのではないので、私もむしろ、発行市場をもとにつくったときに、流通市場はだめだというふうに思っていたのですよ。それが、こんなものがぼんと入ってきたでしょう。だから、基本的には、あなたのおっしゃるのに決して反対ではないのです。
- ただ、それを言うためには、それじゃ、この条文は置いておいてもいいから、過失責任にせよと。そしたら、法人の過失になりますから、法人の過失とは、どういうことかということ詰めておいてもらいたい。

○森田　そこら辺は、どういうんですかね、投資によって損益が生ずるといのは、発行会社のパフォーマンスによって生じてくるといのはいたし方ないことですよ。それについては、経営判断原則があつて、失敗することもあるれば、それで株価が下がったからといつて、みんな責任があるといふふうに言われても困りますね。ですから、そういう意味で、やはり裁量のある組織運営体なんですよ。ディスクロージャーもそれを反映して出ますから、それでちょっとでも間違っていたら、法人がうそをついたのだろと、こういうふうに言われたら、経営なんかできませんよ。

ですから、私はちょっと河本先生とは感覚が違うのかもしれませんが、ある意味では、アメリカはそういう経験を経た後に、ミスマネジメント的な虚偽開示については目をつぶるといふふうかなと思うのです。でも、インテンショナルにだましてやろうといふやつは厳しくつかまえるといふのは、僕が昔アメリカに留学したころ、10b-5でscienterの議論が盛んでしたが、あれも、アメリカでは相当大改革だと思うのですよ。今の日本は、その前の段階にやつと来て、証券詐欺が始まったばかりだから、僕が言った議論は反論みたいに思われるかもしれませんが、そういうアメリカの経験からすると、それで一々損害賠償を認めているといふと経営がやりにくい。ですからこそ、本当に証券詐欺みたいなものはつかまえるけれども、それ以外の単なるミスマネジメント的なことは、それはよっぽどだったらやたらいいけれども、アメリカでは18条でおさめておくといふようなところでの処理で、民法学者がこれに対して何か文句を言われるのだったら、こっち側は特別法の世界ですと、私は言いたいですね。

○松尾　ちょっと戻るのですけれども、民法709条との関係で西武鉄道事件をどう考えるかということですが、私はあまり過大評価してはいかんのだろうと思つています。河本先生がおっしゃつたように、一つは発行会社の法人としての故意・過失をどうとらえるかということですが、やはり西武鉄道事件は、先生ご指摘のとおり、代表者が虚偽記載を認識していたといふ事情のある事案であつたからこそ、法人としての西武鉄道は知っていたといつても大きな反対がなかつただけで、日本システム技術のような一部の従業員の故意を代表者が見過ごしたといふ形の場合は、もう少しきちんとした議論が必要だと思つています。アメリカでもここは動いているところにして、下位の従業員に故意・過失があれば、即法人としての過失を認めている時期もありますし、他方で、管理体制がしっかりしていれば、法人としては過失がなかつたといふふうな判断をしていた時期もあるので、日本でも、ここは詰めないといけないということだと思つています。

それから、損害額についても、西武鉄道事件は、ご指摘のとおり取得自体損害を認めましたので、推定規定はほとんど意味がないわけですがけれども、これも、とりわけ流通市場で取得した場合に取得自体損害が認められる事例というのは、伊藤先生のご報告にもあったと思いますけれども、ごく限られた範囲ではないかと思えます。そうしますと、なお損害額の立証が困難であるという事例が多く発生する可能性があって、その場合には、21条の2の推定規定というのは意味があるのだろうと、それぐらいに限定して読んだほうがいいのではないかなというふうに思えます。

○前田 先ほど行澤先生が問題とされた、全株主が損害を受ける場合の話に戻って恐縮なわけですけれども、全株主が損害を受ける場合というのは、文字どおり全株主が損害を受ける、具体的には、虚偽記載がもとになって、会社の信用が失墜して株価が下がったことで損害を受ける、あるいは虚偽記載がもとになって上場廃止になって株式の流動性が低下して損害を受ける、そういう場合を指すのだと思えます。ですから、虚偽記載がもとになって本来よりも高い価格で株式をつかまされたという場合の損害は、そこには入りませんので、どういう理屈をとっても、21条の2には入ってくる損害になるのだろうと思えます。

○河本 いろんな質問をするようだけれども、この問題を考えていまして、一体今言っているのは、そういう虚偽記載のある書類が開示された後、それを頼りにしている値段で取得した人だけの損害であると見ているね。しかし、その前に取得した人でも、値が下がったのは、やはり会社がそんな虚偽記載をしたからであって、これは全然因果関係はないのですか。

○石田 アメリカの事件も調べてみたのですけれど、アメリカでは、虚偽記載前に取得したものは、虚偽記載による損害を受けていない、因果関係はないというふうに考えているようです。

○河本 それは何でないのですか。その人も、値がなぜ下がったかというと、会社が虚偽記載をして、それがバレて下がったのでね。

○石田 虚偽記載によって高騰した価格で取得したわけではないから因果関係がないと見るようですね。

○河本 間違った記載で高くなっている株を買ったという原因がないわけですか。

○石田 虚偽記載によってよく見せかけられたので、買ってしまったという関係が求められるのではないのでしょうか。

- 河本　そこがないと、値下がりそのものが虚偽記載によって生じたものであっても、因果関係はないのですか。
- 行澤　因果関係の問題というよりも、会社法の規律として、それは間接損害だから、直接会社とか取締役に請求できないという規律があると考えられてきたのではないのでしょうか。だから、そこまで民法709条でやれると言われたら、これはちょっと民法の規律のオーバーランだと思うのですね。その辺はどうなのでしょう。つまり、因果関係がないからダメなのではなくて、因果関係がないかといえ、あるにはありますよね。だけでも、それを直接損害賠償責任に付すことが妥当でないというのが、この雪印食品事件の問題意識ではないかと思ったのですが。
- 松尾　これは前回私が報告したところで、株主共通の損害ということで議論したところだと思います。前田先生のおっしゃった高値取得、高値つかみの損害というのは、まさに虚偽記載後にしか起こらないことですがけれども、虚偽記載の発覚を原因とする会社の信用の失墜ですとか、経営者が逮捕されたとか、上場廃止になって流動性を失うというのは、当然全株主、つまりは虚偽記載前に取得していた株主にも共通して生ずる損害ですので、因果関係の問題として、本来は制限できないはずで、まさに最高裁判決は、709条でいけば、相当因果関係のある限りすべていけるという、そういう立場だと思います。
- それを私は、別の理屈から制限すべきではないかということをお前回申し上げて、むしろその際、行澤先生は、制限すべきではないというお立場からご議論をいただいたというふうに記憶しております。おっしゃるとおり因果関係を否定できませんし、本来は別の何かしら考慮がない限りは、709条ですべていけるはずで、709条でいけるから、その特則たる21条の2でも制限して解釈する必要はないというのが、最高裁の見解だと思います。
- 森田　岡部裁判官は21条の2についてだけ言われているのか、一般的に、あなたの言ったように値下がり認められないと言われているのは、どちらの意味ですか。
- 松尾　最高裁の法廷意見を受けて述べてられているので、709条でもそもそもこのような損害の賠償は請求できないと言っているのだと思います。
- 森田　あなたはそれに賛成ということですね。
- 松尾　そうですね。
- 行澤　私としては、制限すべきだというよりも、理屈でいったら、河本先生がおっし

やるように民法709条が通ってしまうので、それはまずいだろうという、そういう趣旨で発言したつもりだったのです。

○前田 全株主が株主として受ける損害について、なぜ責任を認めて具合が悪いのかというと、全株主が受ける損害について会社の責任を認めますと、結局、会社財産が株主に移転するだけのことであって、実質何の救済にもならないということが理由なのだと思います。雪印食品事件のような取締役の第三者責任とは、考慮する要素が違ってくると思いますね。

○行澤 多分、そこで私は、救済にならないという理屈が本当に正しいのかどうかということを松尾先生のご報告の際に質問したと思うのですけれども、確かに理念的にはそうだけれども、株主にキャッシュが回復されるというのは、場合によっては救済になり得ると思ったのですね。ただ、そうなってしまうことがいいかということについては意見留保をしたつもりだったのですけれど。

○森田 だから、それは債権者が保護されないということになるのでしょうか、一般論としては。

○行澤 そうですね。会社法の規律に矛盾するというので、そこは認めないということでもいいのかなとは思いますが。

○近藤 その点で、7ページに寺田裁判官の補足意見のii)というところがありまして、代表者が、大株主に損害を与えることをねらって、会社財産を毀損する行為を働いた場合は、会社に対しても請求できるとしています。しかし、大株主に損害を与えることをねらって会社財産を毀損する場合は、どうして請求ができるのでしょうか。

○森田 不法行為的なのと違うかと思うけれどね。

○行澤 直接損害のように考えているのですかね。直接、大株主に向けられた不法行為であると。

○近藤 しかし、そこで全員に損害が生じるのだけれども理屈が分かりません。

○行澤 そこなんですよね。客観的だと称しているけれども、主観的意図としては大株主への加害意図があるということですよ。

○近藤 それは大株主に救済を認めないとまずいという、そういう配慮に基づくものとも考えられなくもないですが。

○森田 だから、松尾先生の報告をちゃんと聞いていればわかったようなことが、また蒸し返すみたいで悪いけれども、きょうは、その蒸し返しというよりは、証券詐欺とい

うものについての厳しい責任をもっと追及しやすくすることについては大賛成なので、そういうふうな規定に考えてほしいし、一番言いたかったのは、21条の2を、一般的な虚偽記載責任の規定だから制限的に解さなくてはいかんというようなことが、証券詐欺の事例に当てはめられたら一番困りますねというのが一番の趣旨です。それは、どうやら最高裁も気づいて分けて判断されたみたいで、それはそれでいいのですけれども、そうなる、今言っているような、じゃあ、一般的な虚偽開示の流通市場での責任は森田はどう考えるのかと言われると、枠組みを違うものでやっていただけたら結構かと、こういうことでございます。

○伊藤 証券詐欺のところで伺いたいのですけれども、森田先生のおっしゃっている証券詐欺の定義は、「金商法157条に該当する行為」というふうに理解させていただいたらいいですか。

○森田 そうですね。

○伊藤 ライブドア事件の場合は、そのような行為にも当たるという前提でお話になっているのですね。

○森田 そうです、そうです。

○伊藤 そうだとして、21条の2の救済では足りないのかということが、まず伺いたいことです。

○森田 最初、下級審のところで、5項か何かで制限しようとしていたわけです。それがまずいと思うというその点ですね。

○伊藤 証券詐欺について一般的な責任規定が必要だということを主張されていますけれども、現状でも、本当に証券詐欺に当たるのであれば、不法行為責任の追及は考えられると思います。アメリカでも、10b-5違反の責任は一般不法行為による責任なわけですね。証券詐欺であることが確定できれば一般不法行為でいくというのでは、足りないのでしょうか。

○森田 だから、河本先生が指摘されたように、西武鉄道事件の判決の法理でいくと、取得自体損害というようなものも平気で認めてくれるようになったということを前提にすれば、特にには要らないかなというふうにも思います。ただ、そうしょっちゅう認めてくれるのですかねと。あれは、ちょっとアイロニカルに申しましたけれども、私としては、金融商品取引法上の重要情報としては、本当にそうなのかなと思うような事例なのです。ですから、そういう意味で、もうちょっとまともに取り組んで、そういうもの

については、ああいう判例法理がある意味ではできてしまっているから、それでいいと言えいいのかもしれませんが、それを具体化するような条文をつくってもらったと思うわけです。

○伊藤　　ということは、証券詐欺かどうかのレベルで、もっと容易にそれが認められるようなルールになったほうがよいというお考えですか。

○森田　　そうですね。

○伊藤　　ここで書かれているのは、証券詐欺であることがわかってから後の責任追求のお話ですけれども。

○森田　　おっしゃるとおりだと思います。ですから、例えば株式分割して何が悪い、企業分割して何が悪い、会社法も認めているからいいじゃないですかと言われたら、会社法上は悪くはないのですね。しかし、それをトータルなスキームとして考えたら、それは欺罔することじゃないかということを書いてもらえるというふうなことをもう少し明文化して、その民事責任を認めてほしいと。突き詰めればそういうことですね。

○伊藤　　まずは証券詐欺であることがそれほど容易に認定されないことのほうが問題だというご関心なのですか。

○森田　　そうです、そうです。

○岸田　　森田先生のおっしゃる証券詐欺というのは、いわゆる刑法の詐欺よりもっともっと広い意味ですよ。

○森田　　そうです。

○岸田　　例えば、最近問題になっているA I Jの問題はどうでしょうか。

○森田　　当然、当たると思います。

○岸田　　だますつもりはなかったといっているようですが。

○森田　　それはうそですよ。

○岸田　　詐欺だと、だますつもりでないといけないけれども、だから、非常に立証するのは難しいと思うのですよ。先ほどおっしゃったライブドア事件も、個々には別に悪いことはしていないので、だから、最初警察庁が逮捕したときは風説の流布だったわけです。それでいろいろ調べたけれども、他に何も悪いことがあったことを証明できないから、わずか5億円の粉飾でつかまえたわけです。オリンパスは1,000億円以上の粉飾を20年間やっているわけです。だから、どっちが悪いという必ずしもいえない訳です。このように、詐欺というのは非常にあいまいな言い方だから、だますつもりはなか



ったと言えば、刑法上は詐欺じゃないわけです。だから、証券詐欺というのは、金商法上のもっと別の詐欺の規定を設けなきゃいけないのですが、そうすると、個々の規定との整合性が問題になるから、つくっていないのではないかと思うのですけれども、どうですか。

○森田　　そういうご指摘もあり得ると思いますから、直接私が反論すべきかどうかわかりませんが。

○岸田　　だます意思はなかったと言ったら、終わりじゃないですか。

○森田　　だから、それがまずいということですよ。ですから、その認定が、ちょっと条文は忘れちゃったけれども、不正の計略とかいう言葉がありますね、そういう文言の具体化を図るようなことがあったほうがいいですよ、もちろん。伊藤先生が言われるように、結局森田は何が言いたいのかというと、そこをもう少し明確にしなければいかんということかもしれませんね。

○石田　　重要性のところでお話しされていたことですが、アメリカのような考慮要素みたいなものが参考になるということですが、この辺は、森田先生は日本の重要性基準はあいまいだというふうにお考えなのでしょうか。それとも、ちょっとマテリアリティが低く認められ過ぎていると……。

○森田　　低過ぎると思いますね。だから、証券市場に影響を与えるという概念ですね。先ほども申しましたように、確かにそれは上場できないというのは大変なことですが、あれだって、証券取引所が親切に、こんな困りますよねとって猶予期間を設けて、その間に是正したら済んでいる話ですね。それを、ひっかかったらすぐペケでしたという言い方はないのですよ、本当は。と僕は思うのですけれどね。

○川口　　森田先生は、アメリカの詐欺防止規定における重要事項の内容を紹介され、このことは、21条の2においても有益な指針になると書かれています。しかし、21条の2の責任は開示に関するもので、開示事項は法令ですでに明らかにされていますよね。

○森田　　そうです。

○川口　　ですから、詐欺防止規定の場合と異なり、重要事実というのはすでに明らかになっている話ですね。

○森田　　だから、その中でも、何でも重要事実かということ、さっきの大株主が何人かというのも重要事実になってしまいます。

○川口　　それは、やはりケース・バイ・ケースで判断していかざるを得ないのではない

ですか。これ以上、重要性について何か定義を設けるといのは難しいように思います。

○松尾 おっしゃったように、重要性というのは結局、マーケットへのインパクトだということですね。そういう意味では、21条の2の推定規定というのは、価格が動かなかったらほぼ機能しない規定です。取得自体損害を広く認めていくとまた話は別になりますけれども、21条の2が使われる場面というのは、ある程度株価が動かないといけないので、21条の2が登場するのは、マーケットに対してインパクトのある虚偽記載がなされた場合ではないかと思います。ただ、そこに取引所が上場廃止を決定したとかといったことが入ったらまた別ということはあるのかもしれませんが。

○森田 オールモストは賛成です、例外もあると思いますけれどね。基本的には、そういう認識かと思いますが、私も。そうでなかったら、訴訟はできないね、株価に変動がなければ。

○河本 この立法趣旨なのだけれども、虚偽記載をした個人に責任を負わずのは、取れる金額は少なくとも、とにかくその個人の身ぐるみはいでしまうことによって、抑止的効果が一番きくわけですね。ところが、会社に責任を負わずというのは、会社だから抑止的効果はない。だから、結局、これは、会社に財産がある限り、現実に賠償が取れるからということですか。

○川口 会社に責任が認められた場合、会社は関係する役員に求償するのではないのでしょうか。それによって、やはり抑止効果は一応働くといえませんか。求償しないと、代表訴訟を起こされたりするでしょうし。

○河本 しかし、その請求はしますかね。(笑)

○森田 おっしゃるように、求償はするでしょうね。

○川口 しないと、やはり責任を問われていくと思いますね。

○飯田 ソフト情報について、先生は、無過失責任はおかしいとおっしゃったと思うのですが、その先の制度設計の方向性としては、将来情報にかかわる事項の開示に関する何らかの民事責任が追及されるケースに関しては、過失責任化すればいいというお考えでしょうか。それとも、21条の2で言えば、例えば重要性の要件の解釈を変えるといった方向性をお考えなのでしょうか。それとも、そういう方向性でいくと、恐らく最終的には民法709条があるじゃないかという話につながってきて、21条の2の要件の解釈を工夫しても恐らく対応はできないので、例えばセイフハーバー的にこういう場合であれば民事責任は発生しないということを金商法に書き込んでおくという——恐らく

アメリカの将来情報にかかわるルールは幾つかセイフハーバー的なもの、あるいはそういう法理があると思うのですが――、そういう方向で制度設計を考えるべきだとお考えなのではないでしょうか。

○森田　　そうです、おっしゃるとおりです。ですから、そういう制度があればまだしもということですが。そういう制度もないところで、こんなものをよく入れるなということをお願いするので、あなたのおっしゃるとおりの解決をすればいいと思います。

○伊藤　　金商法に書き込んだとして、709条の責任の発生は排除できるのですか。

○森田　　いや、それはできるのと違うの。僕は松田説というのを信じていまして、266条の3は特別責任であると。だから、商法は特別法だということで民法を超えると、こういう解釈でいけると私は考えていますけれども。

○伊藤　　特則で、民法の適用は排除するというルールをつくれとおっしゃるわけですね。

○森田　　つくれとまでは言わんけれども、少なくともその枠組みのものは、向こうでいう18条のような枠組みのところで議論できるようにしておいてほしいということが言いたいわけですね。

○伊藤　　民法でいったとして、そこを制限する理屈はないわけではないと思うのですが、違法性のところで調整するとか……

○森田　　実際、それは証明しにくいと思うのですよ。ですから、それを強いてあかんでということまでは言わなくてもいいから、一応原則的にはこっち側でそれなりのモデレートな解決ができる枠組みにしてほしいと。

○岸田　　今、飯田さんがおっしゃったソフト情報は、別に流通市場だけでなく、発行市場では問題にならないのですか。

○森田　　それはもちろんそうですよ。もちろん、発行市場もそうなのですが、その発行市場の場合は、手取り金を何に使うかとかというのはソフト情報ですね。それをうそをついたら、えらい目に遭いますわ。それはそう簡単にいかんね、ソフトやからといって。私の言っているのは、継続企業の場合の継続性に基づいての開示が今は行き届き過ぎていると言うと怒られるかもしれんけれども、とにかく書きなさいというふうになっていて、それはどうなるかわからんことも書いてしまわなければならないことも出てくるというときに、一々これで無過失だと言われたらかなわんなど。おっしゃるように、そういう手当てをしておけば、それで済むやないかというのは、それはそのとおりです。

- 岸田　ほかに何かございますか。
- 北村　確認だけです。森田先生は、有価証券報告書等の虚偽記載について21条の2のような無過失責任は適切でないので、むしろ24条の4の責任主体に発行者を入れておいたら済むのではないかとおっしゃいました。無過失責任を過失責任にすべきことはわかりますけれども、21条の2の規定中の無過失責任以外の部分、つまり損害額の推定規定とか、上限設定とか、そういうのは無くていいのだというご趣旨ですか。現在の金商法24条の4にはそのような損害額についての定めはないので。
- 森田　まあ、勉強不足ですね、はっきり言って。(笑)だから、ここまで言うのが精いっぱい、それこそ河本先生にえらい怒られたけれども、自分でも非常にしんどいなと思いつつ言っているわけですよ、実は。でも、日本の企業経営はちゃんと発展してほしいし、あんまり責任、責任で自由な活動を阻害するというのもよくないし、そういう意味で、ある意味では、怒られるかもしれませんが、経営というのはミスがつきものですから、そういうときに、一々それを反映する開示で無過失責任というのはおかしいだろうというのが基本的なスタンスです。
- 岸田　さっき川口さんがおっしゃったように、やはりやる人は逃れよう、逃れようとしてやるわけですから、厳格に言えば全部外れる。だから、それを外さないために枠をどんどん広げていくと、またおっしゃるように無理なところがありますね。
- 森田　だから、岸田先生の言われたA I Jでしたかな、だますつもりはありませんでしたというのが一番典型的な詐欺ですね。(笑)
- 岸田　立証は非常に難しいです。
- 森田　だから、それを立証しやすいように持っていかなければいかんとは思いますがね。あれはディスクロージャーでも、インテンショナルなうそのディスクロージャーでしょう。だって、公認会計士なんかも巻き込んでうそをつかせているのだから。だから、それでちゃんとつかまるのと違いますか。
- 岸田　21条の2も、いろんな推定規定とか、そういうのを設けて、公表もそうだし、損害額もそうですけれども、なるべく投資家を保護しようとしていろいろ改正されてきたわけですが、それはちょっと改正し過ぎたということですか。
- 森田　そうですね。あて先を間違えたと思いますね。あて先は、証券詐欺のほうでやるべきだったと。
- 岸田　それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

